The Effect of Free Cash Flow on Firm Value with the Moderating Role of Dividend Policy (An Empirical Study on a Sample Industrial Companies Listed in Arab Gulf Markets)

Madlen Nmr *
Dr. Hamsah Hamdan **
Dr. Haider Haider ***

(Received 6 / 1 / 2026. Accepted 9 / 2 / 2026)

□ ABSTRACT □

The objective of the study is to determine the impact of free cash flow on firm value and the moderating effect of dividend policy. The application was conducted on 55 industrial companies listed in Gulf financial markets during 2019-2023. Data were collected from the published financial reports of companies under study, and analyzed using Eviews 13.

firm value was examined as a dependent variable, measured by the Price-to-Book Value (PBV) ratio. Free cash flow was used as an independent variable, measured by the ratio of the difference between operating activities and capital expenditures to total assets. Dividend policy was treated as a moderating variable, measured by the (DPR) ratio.

The results revealed that free cash flow has a significant and positive impact on the value of industrial companies listed in Gulf Arab market. In contrast, dividend policy showed no significant effect – either directly or through its interaction with free cash flow, indicating its limited role in influencing firm value within examined sample. This highlights the need to focus on more impactful financial indicators.

Keywords: Firm Value, Free Cash Flow, Dividend Policy.

Copyright : Latakia University journal-Syria, the authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

*Postgraduate Student (Master), Department of Accounting, Faculty of Economics, Latakia University, Latakia, Syria. madlen.nmr@latakia-univ.edu.sy
**Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Latakia University, Latakia, Syria. hamsah.hamdan@latakia-univ.edu.sy
***Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Latakia University, Latakia, Syria. haidar.haidar@latakia-univ.edu.sy

أثر التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركة مع الدور المعدِّل لسياسة توزيع الأرباح (دراسة تجريبيّة على عيّنة من الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة)

مادلين نمر*

د. همسه حمدان**

د. حيدر حيدر***

(تاريخ الإيداع 6 / 1 / 2026. قبل للنشر في 9 / 2 / 2026)

□ ملخّص □

هدف البحث إلى تحديد أثر التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركة والأثر المعدِّل لسياسة توزيع الأرباح، وذلك بالتطبيق على الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، والبالغ عددها /55/ شركة خلال الفترة الممتدة من عام 2019 إلى عام 2023م، وتمّ جمع البيانات المطلوبة من التقارير الماليّة للشركات محل الدراسة، وتمّ تحليلها باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 13.

تناول البحث قيمة الشركة كمتغيّر تابع وتمّ قياسه من خلال نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية PBV، في حين استخدم التّدفق النّقديّ الحرّ مقاساً من خلال نسبة الفرق بين الأنشطة التّشغيليّة والنفقات الرأسماليّة إلى إجمالي الأصول كمتغيّر مستقل، وسياسة توزيع الأرباح مقاسةً من خلال نسبة توزيعات الأرباح DPR كمتغيّر معدِّل.

أظهرت نتائج الدراسة أنّ التّدفق النّقديّ الحرّ له تأثير معنوي طرديّ في قيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة. في المقابل، لم تظهر سياسة توزيع الأرباح أي أثر معنوي سواء بشكل مباشر أو من خلال التفاعل مع التّدفق النّقديّ الحرّ، مما يشير إلى محدودية دورها في التأثير على قيمة الشركة ضمن العينّة المدروسة. وذلك يُبرز الحاجة إلى التركيز على مؤشرات مالية أكثر تأثيراً.

الكلمات المفتاحية: قيمة الشركة، التّدفق النّقديّ الحرّ، سياسة توزيع الأرباح.

حقوق النشر : مجلة جامعة اللاذقية – سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY-NC-SA 04

*طالبة دراسات عليا (ماجستير)، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة اللاذقية، اللاذقية، سورية.
madlen.nmr@latakia-univ.edu.sy

**أستاذ مساعد، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة اللاذقية، اللاذقية، سورية. hamsah.hamdan@latakia-univ.edu.sy

***أستاذ مساعد، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة اللاذقية، اللاذقية، سورية. haidar.haidar@latakia-univ.edu.sy

مقدّمة:

تُعدّ قيمة الشركة Firm Value (FV) مؤشراً أساسياً يعكس أداءها الحالي وتوقعاتها المستقبليّة، حيث يُعتبر سعر السهم عادةً المقياس الأكثر استخداماً لتحديد هذه القيمة [11]. ونظراً لأهميتها تناولت العديد من الدّراسات العوامل المؤثرة فيها مثل الربحيّة، سياسة توزيع الأرباح، الرافعة الماليّة، والتّدفقات النّقديّة الحرّة [11, 23, 24]. ومن تلك العوامل يُبرز التّدفق النّقديّ الحرّ Free Cash Flow (FCF) كأحد أهم المؤشرات المرتبطة بقيمة الشركة، إذ يُمثّل المبلغ المتبقي من الأنشطة التّشغيليّة بعد خصم النفقات الرأسماليّة اللازمة، والّذي يمكن استخدامه في التّوسع أو سداد الديون أو توزيع الأرباح، كما يعتبر أحد الأدوات لقياس نموّ الشركة وصحتّها وأدائها المالي [11, 25].

أشار [6] إلى أنّ مفهوم التّدفق النّقديّ الحرّ FCF ظهر لأول مرة في أدبيات المحاسبة الماليّة في دراسة [14] في سياق طرحه لمشكلة الوكالة. وقد اقترحته عدة دراسات لاحقة كأحد محدّدات قيمة الشركة [10, 11, 20, 24, 4]، إلاّ أنّ نتائجها جاءت متباينة حول كيفية استخدامه وتأثيره في قيمة الشركة. فبعضها توصّل إلى أنّ ارتفاع التّدفق النّقديّ الحرّ FCF يعكس قدرة الشركة على النمو، وهذا سيعطي إشارة إيجابيّة للمستثمرين للاستثمار في الشركة [24]. بينما رأت دراسات أخرى أنّه قد يُعزّز من صراع الوكالة بين المساهمين والمديرين ويؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة [10, 20]. في حين أنّ هناك دراسات لم تجد له أي أثر في قيمة الشركة، إذ أنّ ارتفاعه قد يدفع الشركة إلى زيادة مصاريفها التّشغيليّة والتّوسع في الموارد البشرية المستخدمة، وأنّ هذه الاستخدامات لم تظهر أي تأثير واضح على القيمة الإجماليّة للشركة [4, 22]. كما أنّ النظريّات الماليّة قدّمت تفسيرات مختلفة لهذه العلاقة؛ فوفقاً لنظريّة الوكالة Agency Theory قد يؤدي ارتفاع التّدفق النّقديّ الحرّ FCF إلى زيادة مخاطر الوكالة، على اعتبار أنّ الإدارة قد تستخدم هذه التّدفقات لتحقيق مصالح شخصية على حساب مصالح المستثمرين، وتقترح النظريّة أنّ سياسة توزيع الأرباح قد تقلّل من هذه المخاطر [27]. وفي حين ترى نظريّة الإشارة Signal Theory أنّ سياسة توزيع الأرباح تُعدّ مؤشراً إيجابياً حول قوة الشركة واستقرارها، إذ يمكن أن توفر مدفوعات الأرباح إشارة بخصوص حالة الشركة، فكلّما زاد توزيع الأرباح زادت قيمة الشركة [24]. وتفترض نظريّة تفضيل العائد (العصفور في اليد) Bird in The Hand Theory أنّ المستثمرين يُفضّلون التوزيعات الحاليّة المؤكّدة على المكاسب المستقبليّة، مما يجعل سياسة توزيع الأرباح عاملاً مؤثراً في قيمة الشركة، تنطلق نظريّة عدم ملاءمة توزيعات الأرباح Dividend Irrelevance Theory من أنّ قيمة الشركة FV تُحدَّد بقدرتها على استغلال فرص الاستثمار المتاحة، بغض النظر عن سياسة التوزيع، فبحسب النظريّة لا يؤثر قرار توزيع الأرباح أو شكل هذه التوزيعات على قيمة الشركة [23].

نتيجةً لهذا التباين في الدّراسات والنظريّات المذكورة أعلاه حول تفسير العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ FCF وقيمة الشركةFV، وارتباط معظم هذه التفسيرات بسياسة توزيع الأرباح. تُبرز الحاجة إلى اختبار هذه العلاقة تجريبياً. وبناءً على ذلك، جاء هذا البحث لدراسة أثر التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركة، مع إدخال سياسة توزيع الأرباح كمتغيّر معدِّل، وذلك بالتطبيق على الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

الدّراسات السّابقة:

1_ دراسة Demirci (2017) [10] بعنوان:

The Effect of Free cash Flows on Company Value: Dynamic panel Data Analysis on BIST 100 Index in the Context of Free cash Flow Theory

تأثير التّدفقات النّقديّة الحرّة على قيمة الشركة: تحليل البيانات المقطعية_ الزمنية الديناميكيّ على مؤشر BIST 100 في سياق نظرية التّدفق النّقديّ الحرّ

هدفت هذه الدّراسة إلى التّحقق في تأثير التّدفقات النّقديّة الحرّة على قيمة الشركات في تركيا مع استخدام نسبة الرافعة الماليّة وحجم الشركة ومعدل نمو النّاتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغيّرات ضابطة.

لتحقيق هدف الدّراسة تمّ اختيار المنشآت التي تصنف ضمن مؤشر BIST 100 كمجتمع لجمع البيانات، لأنّ التكاليف المرتبطة بفصل الملكيّة والإدارة تنشأ بشكل خاص في الشركات الكبيرة، وذلك بالتّطبيق على عيّنة مكوّنة من 49 شركة مصنّفة وفق مؤشر BIST 100 خلال الفترة 2002_2016م، وتم إجراء تحليل مقطعي_زمني للبيانات على برنامج Eviews.

أظهرت نتائج الدّراسة أنّ التّدفقات النّقديّة الحرّة ونسبة الرافعة الماليّة لهما تأثير عكسيّ على قيمة الشركة، في حين أنّ حجم الشركة ومعدل نمو النّاتج المحلي الإجمالي لهما تأثير طرديّ على قيمة الشركة.

2_ دراسة Dewi *et al*. (2019) [11] بعنوان:

Free Cash Flow Effect Towards Firm Value

تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركة

هدفت هذه الدّراسة إلى تحديد تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الإندونيسيّة مع توزيع الأرباح وفرصة الاستثمار كمتغيرات دخيلة.

لتحقيق هدف الدّراسة تمّ الاعتماد على البيانات الثّانويّة المنشورة في الشركات المدرجة في البورصة الإندونيسيّة، وتمّ استخدام تقنية تحليل المسار Path analysis واختبار Sobel لتحليل البيانات المستخدمة، وذلك بالتّطبيق على عيّنة مكوّنة من 189 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا باستخدام تقنية المعاينة الهادفة خلال الفترة 2013_2017م.

أظهرت نتائج الدّراسة أنّ التّدفق النّقديّ الحرّ له تأثير معنوي طرديّ على قيمة الشركة وتوزيعات الأرباح، في حين أنّ له تأثير عكسيّ على فرص الاستثمار، وأنّ توزيعات الأرباح وفرص الاستثمار لهما تأثير طرديّ هام على قيمة الشركة، وأنّ توزيعات الأرباح تعمل كدخيل في تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركة، في حين أنّ فرصة الاستثمار غير قادرة على التّدخل في تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركة.

3_ دراسة Dang *et al*. (2020) [9] بعنوان:

Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة: التجربة في فيتنام

هدفت هذه الدّراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح والربحيّة وحجم الشركة والرافعة الماليّة على قيمة الشركات المدرجة في فيتنام.

لتحقيق هدف الدّراسة تمّ الاعتماد على بيانات 2278 مشاهدة للشركات المدرجة في البورصة Ho Chi Minh الفيتنامية خلال الفترة 2006_2017م، وتمّ استخدام نموذج انحدار وفق طريقة المرّبعات الصغرى المعمّم (Generalized Least Squares) لتحليل البيانات المستخدمة.

أظهرت نتائج الدّراسة أنّ سياسة توزيع الأرباح لها تأثير طرديّ في قيمة الشركات، وأنّ العائد على الأصول وحجم الشركة لهما تأثير طردي على قيمة الشركة عند قياسها باستخدام Tobin's Q وسعر السهم، وأنّ الرافعة الماليّة لها تأثير عكسيّ على قيمة الشركة عند قياسها باستخدام Tobin's Q وسعر السهم.

4_ دراسة Setyorini and Triyono (2022) [24] بعنوان:

The Effect of Asset Management, Leverage and Free Cash Flow on Firm Value With Dividend Policy As Moderating Variable (Study on Consumer Goods Industry Sector Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange (IDX) 2018 - 2020)

تأثير إدارة الأصول، الرافعة الماليّة، والتّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركة مع سياسة توزيع الأرباح باعتبارها متغيّر معدِّل (دراسة على شركات قطاع صناعة السلع الاستهلاكيّة المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) (2020_2018)

هدفت هذه الدّراسة إلى تحليل تأثير إدارة الأصول والرافعة الماليّة والتّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركة مع استخدام سياسة توزيع الأرباح كمتغيّر معدِّل.

لتحقيق هدف الدّراسة تمّ الاعتماد على البيانات الثّانويّة المنشورة في الشركات المدرجة، وتمّ استخدام نموذج الانحدار المتعدّد لتحليل البيانات المستخدمة على برنامج SPSS، وذلك بالتّطبيق على عيّنة مكوّنة من 72 شركة من شركات السلع الاستهلاكيّة المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2018–2020م.

أظهرت نتائج الدّراسة أنّ إدارة الأصول ليس لها تأثير معنوي على قيمة الشركة، وأنّ الرافعة الماليّة والتّدفق النّقديّ الحرّ لهما تأثير معنوي طرديّ على قيمة الشركة، وأنّ سياسة توزيع الأرباح غير قادرة على تعديل تأثير إدارة الأصول والرافعة الماليّة على قيمة الشركة، في حين أنّها قادرة على تعديل تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ على قيمة الشركة، وذلك من خلال تعزيز الأثر الطردي للتدفق النّقديّ الحرّ، إذ يصبح تأثيره على قيمة الشركة أقوى في ظلّ وجود سياسة توزيع الأرباح.

5_ دراسة Rismanty (2022) [22] بعنوان:

Pengaruh Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Sub Sektor Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2020)

تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ وسياسة توزيع الأرباح مقابل قيمة الشركة (دراسة حالة عن شركات العقارات في بورصة إندونيسيا 2017_2020)

هدفت هذه الدّراسة إلى تحليل تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ وسياسة توزيع الأرباح على قيمة شركات العقارات المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق الماليّة.

لتحقيق هدف الدّراسة تمّ الاعتماد على البيانات الثّانويّة المنشورة في الشركات الماليّة العقاريّة المدرجة في بورصة إندونيسيا وتمّ استخدام تحليل الانحدار على برنامج Eviews، وذلك بالتّطبيق على عيّنة مكونة من 7 شركات باستخدام تقنية المعاينة الهادفة خلال الفترة 2017_ 2020م.

أظهرت نتائج الدّراسة أنّ التّدفق النّقديّ الحرّ ليس له تأثير معنوي على قيمة الشركة، وسياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير معنوي على قيمة الشركة، وإنّ تفاعل سياسة توزيع الأرباح مع التّدفق النّقديّ الحرّ ليس له تأثير معنوي على قيمة الشركة.

6_ دراسة سعيد ومظلوم (2022) [4] بعنوان:

التّدفق النّقديّ الحّر و تأثيره في القيمة السّوقيّة لمنشآت الأعمال: دراسة تطبيقية لعيّنة من الشركات الصّناعيّة

هدفت هذه الدّراسة إلى قياس ومعرفة تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ في القيمة السّوقيّة للشركات الصّناعيّة المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليّة.

لتحقيق هدف الدّراسة تمّ الاعتماد على البيانات الثّانويّة المنشورة في التقارير السّنوية للشركات الصّناعيّة المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليّة وتمّ استخدام نموذج الانحدار البسيط لتحليل البيانات المستخدمة وذلك لكل شركة على حدا على البرنامج الإحصائي Minitab 17، وذلك بالتّطبيق على عيّنة مكوّنة من 6 شركات صناعيّة مدرجة في سوق العراق للأوراق الماليّة خلال الفترة 2004_ 2019م.

أظهرت نتائج الدّراسة أنّه لا يوجد تأثير معنوي للتّدفق النّقديّ الحرّ على القيمة السّوقيّة لمنشآت الأعمال.

يُلاحظ من خلال المراجعة الأدبيّة للدّراسات السّابقة وجود تباين واضح حول تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ FCF في قيمة الشركة FV، حيث تراوح بين تأثير (طرديّ، عكسيّ)، أو عدم وجود تأثير، وقد حاولت بعض الدّراسات تفسير هذا التباين من خلال إدخال سياسة توزيع الأرباح كمتغيّر معدِّل، كما يُلاحظ أنّ معظم الدّراسات السّابقة أُجريت في بيئات أجنبية، الأمر الذّي يُبرز الحاجة إلى إعادة اختبار هذه العلاقة في سياق عربي، مما يتيح فهماً أدق لطبيعة العلاقة ضمن بيئة لم تُدرس بشكل كافٍ في الأدبيات، وعليه، تمّ اختيار أسواق الخليج العربيّة كبيئة للدراسة لأنّها تُمثّل أسواقاً صناعيّة متطورة نسبياً، وتشهد تبايناً في سياسات توزيع الأرباح ومستويات التّدفق النّقديّ الحرّ، مما يجعل إعادة اختبار العلاقة في هذه البيئة ذات أهميّة.

مشكلة البحث :

يُعدّ التّدفق النّقديّ الحرّ من المؤشرات الماليّة الأساسيّة في تقييم قدرة الشركات على خلق قيمة للمساهمين، كما تُعدّ سياسة توزيع الأرباح من القرارات الجوهريّة التّي قد تؤثر في قيمة الشركة، فنظراً لأهميّة هذين المتغيّرين في تفسير سلوك الشركات، وبالنظر إلى اختلاف نتائج الدّراسات السّابقة حول وجود علاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركة واتجاه هذه العلاقة، إضافةً إلى التباين في تفسّير هذه العلاقة، يمكن صياغة مشكلة البحث في التّساؤلات الآتية:

1. ما هو أثر التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة؟
2. ما هو أثر سياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة؟
3. ما هو أثر سياسة توزيع الأرباح في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة؟

أهميّة البحث وأهدافه :

أهداف البحث :

انطلاقاً من مشكلة البحث تتمثّل أهداف البحث في الآتي :

1-تحديد أثر التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

2-تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

3- تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

أهميّة البحث :

تتمثّل أهميّة هذا البحث من الناحيّة العمليّة في تقديم دليل تجريبي جديد حول علاقة التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركة والأثر المعدِّل لسياسة توزيع الأرباح على هذه العلاقة، وذلك من خلال إعادة اختبار الفرضيّات المطروحة في الدّراسات السّابقة على الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

فرضيّات البحث :

انطلاقاً من مشكلة البحث وسعياً لتحقيق أهدافه تمّ صياغة الفرضيات على النحو الآتي:

H_1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة للتّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

H_2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة لسياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

H_3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة لسياسة توزيع الأرباح في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة.

منهجيّة البحث :

لتحقيق أهداف البحث واختبار فرضياته تمّ اتباع أسلوب المسح الشامل لجميع الشركات الصنّاعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وذلك لأهميّة هذا الإقليم اقتصادياً وتوافر غالبيّة البيانات الماليّة المنشورة فيه بشكل منتظم، كما تمّ اختيار القطاع الصّناعيّ لكونه من القطاعات التّي تتأثر بشكل مباشر بالتّدفقات النّقديّة وتوزيعات الأرباح، وتمّ الاعتماد على البيانات الثّانويّة التّي تمّ جمعها من القوائم الماليّة المنشورة في التقارير الماليّة للشركات المدروسة. وتمّ تحليل هذه البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 13.

مجتمع البحث:

يتكون مجتمع البحث من الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة خلال الفترة الممتدة من عام 2019 إلى عام 2023م، وذلك بعد استبعاد بعض الشركات لعدم تمكّن الباحثة من الوصول إلى كامل بياناتها، وبالتّالي بلغت عيّنة البحث النهائية /55/ شركة (البعد المقطعي N)، وذلك على مدار 5 سنوات من عام 2019 إلى عام 2023 (البعد الزمني T)، بمجموع مشاهدات T*N= 275 مشاهدة. والجدول التّالي يوضّح عيّنة البحث:

الجدول (1) الشركات التّي خضعت للدّراسة

الدولة	عدد الشركات
السعودية	22
الإمارات – دبي	2

الإمارات – أبو ظبي	7
الكويت	11
البحرين	1
قطر	6
سلطنة عُمان	6
المجموع	55

المصدر: من إعداد الباحثة

متغيّرات البحث :

1. المتغيّر التّابع Dependent Variable

يتمثّل بقيمة الشركة Firm Value (FV):

سيتم قياس قيمة الشركة من خلال نسبة السعر السوقي للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم وفقاً لدراسة [11] ودراسة [26] ودراسة [24] ودراسة [22] بالعلاقة:

FV= Price-To-Book Value = Price Per Share / Book Value Per Share

حيث:

Price Per Share: سعر السهم

Book Value Per Share: القيمة الدفترية للسهم

2. المتغيّر المستقل Independent Variable

يتمثّل بالتّدفق النّقديّ الحرّ Free Cash Flow (FCF):

سيتم قياس التّدفق النّقديّ الحرّ من خلال نسبة الفرق بين الأنشطة التّشغيليّة والنفقات الرأسماليّة إلى إجمالي الأصول وفقاً لدراسة [24] ودراسة [22] بالعلاقة:

FCF = Operating Activities - Capital Expenditures / Total Assets

حيث:

Operating Activities: الأنشطة التّشغيليّة

Capital Expenditures: النفقات الرأسماليّة

Total Assets: إجمالي الأصول

3. المتغيّر المعدِّل Moderating Variable

سياسة توزيع الأرباح Dividend Policy (DPR):

سيتم قياس سياسة توزيع الأرباح من خلال نسبة توزيعات الأرباح لكل سهم إلى ربحيّة السهم وفقاً لدراسة [11] ودراسة [26] ودراسة [23] ودراسة [24] ودراسة [22] بالعلاقة:

DPR= Dividend Payot Ratio = Dividend Per Share/ Earnings Per Share

حيث:

Dividend Per Share: توزيعات الأرباح لكل سهم

Earnings Per Share: ربحيّة السهم الواحد

الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم قيمة الشركة

تُعدّ قيمة الشركة مؤشراً على أدائها، وتؤثر على تصور المستثمرين حولها [12]. لذلك تسعى الإدارة إلى تعظيمها كهدف استراتيجي يعكس كفاءتها في إدارة الأصول [30].

رغم اختلاف التعاريف المقدّمة لقيمة الشركة، إلاّ أنّ جميعها تتفق على أنّ المستثمرين يعتمدون في قراراتهم على تقييم ظروف الشركة، ومؤشرات أدائها المرتبطة غالباً بأسعار الأسهم، حيث عرّفها [17] بأنّها القيمة العادلة للشركة التّي تصف تصور أو تقييم نجاح الشركة، وترتبط بسعر الأسهم. وذكر كلّ من [20] و [22] بأنّ قيمة الشركة هي ظرف معيّن تحقّقه الشركة كمؤشر على ثقة الجمهور في الشركة، بعد المرور بسلسة من الإجراءات طويلة الأجل. وبناءً على ذلك، تُعرّفها الباحثة بأنّها " ظرف أو حالة ناتجة عن سلسلة من الإجراءات المتتابعة التّي قامت بها الشركة بهدف تحقيق النجاح المتمثّل بإدارة مواردها بفعاليّة، وتحقيق الأرباح، وضمان الاستمرارية، مما ينعكس في مستوى الثقة العامة وأسعار الأسهم في السوق".

ثانياً: مفهوم التّدفق النّقديّ الحرّ

يُعدّ التّدفق النّقديّ الحرّ مؤشراً على قدرة الشركة على توليد النّقد من أنشطتها التشغيليّة بعد خصم النفقات الرأسماليّة [30].

لم تتفق الدّراسات على تعريف موحّد للتدّفق النّقديّ الحرّ، لكنّها اتفقت على أنّه يستخدم إمّا لتوزيعات الأرباح أو للاستثمار. فعرّفه [14] بأنّه التّدفق النّقديّ الزائد بعد تمويل جميع المشاريع ذات القيمة الحاليّة الموجبة. وقد عرّفه [25]بأنّ هو النّقد المتّاح للمستثمرين بعد استثمار الشركة في الأصول الثّابتة ورأس المال العامل اللازم للحفاظ على العمليات الجاريّة. كما تم تعريفه بأنّه التّدفق النّقديّ الحرّ الذّي تملكه الشركة ويستخدم للاستثمار ودفع الأرباح [27]. وتعرّفه الباحثة بأنّه "التّدفق النّقديّ الفائض عن العمليات التّشغيليّة للشركة بعد خصم جميع المصاريف الرأسماليّة، والذّي يمكن استخدامه إمّا للقيام بمشاريع استثماريّة أو لتوزيعات الأرباح التّي تُمثّل زيادة مباشرة في ثروة المساهمين".

ثالثاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تُعدّ سياسة توزيع الأرباح من أهم المؤشرات التّي تُحدّد قيمة الشركة، فهي سياسة مهمة في الشؤون الماليّة للشركة [13]. نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق، فهي تمثّل كيفيّة التصرف في الأرباح المحققة، إمّا باحتجازها لإعادة استثمارها، أو توزيعها على المساهمين بأشكال مختلفة [7]. فقد عرّفها [22] بأنّها أحد القرارات الماليّة المتعلقة بتوزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها لتعزيز هيكل رأس المال وتمويل الاستثمارات المستقبليّة. حيث يتطّلع المساهمون إلى أرباح عالية، ولكنّ ذلك سيقلّل من الأرباح المحتجزة للشركة [13]. لذلك أشار [8] أنّه عند اتخّاذ قرار توزيع الأرباح، من الضروري أن تتولى الشركة الموازنة بين تعظيم ثروة أصحاب الشركة وضرورة توفير الأموال الكافيّة لتمويل مشاريع النمو، ولهذا تعتبر سياسة توزيع الأرباح أداة رئيسيّة في زيادة قيمة الشركة والحد من الانتهازية الإدارية [16]. وبالتّالي ترى الباحثة أنّها تُمثّل وسيلة اتصال غير مباشرة بين الإدارة والمستثمرين، إذ تعكس توجهات الشركة المستقبليّة وقدرتها على تحقيق عوائد مستقرة، مما يجعلها عاملاً مؤثراً في تشكيل توقعات السوق تجاه قيمة الشركة.

رابعاً: العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وسياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على قيمة الشركة

يُعدّ التدّفق النّقديّ الحرّ من أهم العوامل المؤثرة في قيمة الشركة [28]. فهو أحد أهم المؤشرات الماليّة للشركة لأنّه يكشف صحتها الماليّة، وقدرتها على الاستثمار، مما يجعله مهماً للمستثمرين لتقدير المكاسب المحتملة عبر توزيعات أرباح [15]. ويشير إليه [29] كمؤشر على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، وزيادة توزيعات الأرباح للمساهمين، وتطوير المنتجات، وإعادة شراء الأسهم، مما قد يعزز قيمة الشركة. ومع ذلك فوفقاً لنظريّة التدّفق النّقديّ الحرّ، تواجه الشركات التّي لديها تدفقات نقديّة حرّة عاليّة تكاليف وكالة مرتفعة بسبب تضارب المصالح بين أصحاب المصلحة والمديرين، مما يدفع المستثمرين لتفضيل توزيعه كأرباح لتقليل المخاطر، وبالتّالي ربّما ستتمكن الشركات القادرة على توليد تدفقات نقديّة حرّة مرتفعة من توفير عوائد عالية للمساهمين، وهذا يوضح أنّ تفاعل التّدفق النّقديّ الحرّ مع سياسة توزيع الأرباح التّي تطّبقها الشركة يمكن أن ينعكس مباشرةً على قيمتها، إذ إنّ قدرة الشركة على توليد تدفق نقديّ حرّ وتحديد كيفية توزيعه أو استثماره تؤثر على توقعات المستثمرين في تقييمهم لقيمة الشركة في السوق [27]. كما توضّح الباحثة إنّ كيفيّة إدارة هذه التّدفقات لا ترتبط فقط بقرار توزيعها أو استثمارها، بل تعكس أيضاً في قدرة الشركة على تحقيق التوزان بين تمويل مشاريع النمو طويل الأجل وتلبية توقعات المساهمين قصيرة الأجل.

خامساً: تفسير النظريات للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة

1. نظريّة الوكالة Agency Theory

تنص نظريّة الوكالة على وجود تعارض بين مصالح المساهمين والمديرين نتيجة فصل الملكيّة عن الإدارة [26]. مما يؤدي إلى تكاليف وكالة تُقلّل من قيمة الشركة [10]. ويُعدّ التّدفق النّقديّ الحرّ أحد مصادر هذا التضارب، إذ قد تستخدمه الإدارة بما لا يخدم مصالح المساهمين ويُقلّل من قيمة الشركة، بينما توزيعه كأرباح قد يحدّ من تلك التكاليف ويزيد من قيمة الشركة [11].

2. نظريّة الإشارة Signal Theory

تبيّن نظريّة الإشارة أنّ الشركات تصدر معلومات ماليّة لجذب المستثمرين، وتحسين السمعة، وزيادة قيمة الشركة [12]. وتعد توزيعات الأرباح إشارة إيجابيّة تعكس آفاق الشركة بناءً على مستوى أرباحها، مما يؤثر على قيمتها [21]. لذلك بناءً على نظريّة الإشارة الشركات القادرة على دفع أرباح مستقرة تعتبر ذات جودة عاليّة وترسل إشارات إيجابيّة للسوق [27]. وترى الباحثة أنّ هذه الإشارات تسهم أيضاً في تقليل حالة عدم اليقين لدى المستثمرين وتعزيز مصداقية الشركة في السوق.

3. نظريّة عدم ملاءمة توزيع الأرباح Dividend Irrelevance Theory

يعود الفضل في هذه النظريّة إلى اثنين من الاقتصاديين Miller and Modigliani [19]. فوفقاً لهذه النظريّة لا يؤثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقيّة للشركة، بل تتحدّد القيمة من خلال الأرباح المحققة ومخاطر الأصول [5] نقلاً عن [16]. وقد ناقش الاقتصاديان Miller and Modigliani بأنّ قيمة الشركة تحدّدها قوة الكسب وأصول الشركة، أي من خلال قرارات الاستثمار [23,19]. وأكدّوا بأنّ المستثمرين لا يميّزون بين الأرباح الموزعة أو المحتجزة، وأنّه إذا حقّقت الشركة أرباحاً وقرّرت توزيع جزء منها، ستنخفض القيمة السوقيّة للسهم بنفس قيمة التوزيع، بينما يؤدي

احتجاز الأرباح إلى زيادة القيمة السوقيّة بمقدار ما تم الاحتفاظ به [16]. وتُوضّح الباحثة أنّ هذه النظريّة تركّز فقط على فرص الاستثمار باعتبارها المحدّد الأساسي لقيمة الشركة أكثر من سياسة توزيع الأرباح.

4. نظريّة تفضيل العائد (العصفور في اليّد) Bird in The Hand Theory

بيّنت هذه النظريّة، التّي طرحها Jordon and Linter عام (1956) أنّ المستثمرين يُفضّلون الأرباح الحاليّة على المستقبليّة ومكاسب رأس المال [23]. فالأرباح الموزّعة تخفّض من درجة عدم التأكّد لدى المستثمرين مما يجعلهم يخصمون الأرباح المستقبليّة للشركة بمعدّل خصم أقلّ، وبالتّالي، يرتفع سعر السهم للشركة في السوق، بينما انخفاض التوزيعات يزيد من درجة عدم التأكّد ويرفع العائد المطلوب، وبالتّالي انخفاض سعر السهم للشركة في السوق وانخفاض قيمة الشركة [7] نقلاً عن [2]. ولتأكيد وجهة نظرهما قدّما نظريّة تسمّى نظريّة "العصفور في اليّد"، وتعود هذه التسمية لكون التوزيعات التّي في يدّ المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسماليّة التّي سيحققّها في المستقبل، إذ أنّ المستقبل غير مؤكّد [7]. وبناءً على ذلك، ترى الباحثة أنّ هذه النظريّة تُوضّح كيف أنّ حالة عدم اليقين بالمستقبل تجعل المستثمرين أكثر ميلاً لتفضيل التوزيعات الحاليّة.

الإطار العملي للبحث

أولاً: الإحصاءات الوصفيّة للمتغيّرات المدروسة

يوضّح الجّدول رقم (2) نتائج الإحصاءات الوصفيّة لمتغيّرات الدّراسة وهي (الوسط الحسابي، الوسيط، أعلى قيمة، أدنى قيمة، الانحراف المعياري، الالتواء، والتفرطح).

الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفيّة لمتغيّرات البحث

	FCF	DPR	FV
Mean	0.042118	0.609792	1.392269
Median	0.038910	0.514377	1.119584
Maximum	0.662179	3.275559	4.902566
Minimum	-0.731802	0.000000	0.014627
Std. Dev.	0.106686	0.659739	0.996935
Skewness	-1.120768	1.354224	1.205263
Kurtosis	19.16640	5.110680	3.826508
Observations	275	275	275

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

_ يتبيّن من الجدول أعلاه أنّ القيم الدّنيا والعظمى لبعض المتغيّرات بعيدة نسبياً عن قيم المتوسّط الحسابي، مما يشير إلى وجود تباين كبير بالبيانات، فمثلاً كانت أصغر قيمة للمتغيّر FV (0.014627) صغيرة مقارنةً بالقيمة العظمى (4.902566)، والأمر ذاته بالنسبة لمتغيّر سياسة توزيع الأرباح الذّي بلغت قيمته الدّنيا (0.000000) وهي صغيرة جداً مقارنةً بالقيمة العظمى (3.275559)، وكذلك الأمر بالنسبة لمتغيّر التّدفق النّقديّ الحرّ. الأمر الذّي ينعكس بدوره على الانحراف المعياري للمتغيّرات ويشير إلى وجود قيم متطرفة وشاذة قد تخرج عن نطاق التوزيع الطبيعي، مما يؤثر على شكل التوزيع الإحصائي.

_ يشير معامل الالتواء Skewness الموجب للمتغيّرين (FV) و (DPR) إلى أنّ توزّع البيانات (ملتوٍ نحو اليسار) أي يميل إلى أن يكون أقل من المتوسّط، بينما المتغيّر (FCF) كان له التواء سالب، وهذا يشير إلى أنّ توزّع البيانات ملتوٍ نحو اليمين.

_ تشير قيمة التّفرطح Kurtosis بالنسبة لجميع المتغيّرات أنّها تجاوزت بشكل كبير الحد الطبيعي (الذّي يكون عادةً قريباً من 3 في التوزيع الطبيعي)، مما يدّل على أنّ جميع المتغيّرات تتسم بتفرطح مرتفع جداً، أي أنّ توزع البيانات متطاول، وهو ما يعكس وجود توزيع غير طبيعي للبيانات.

ثانياً: اختبار استقراريّة البيانات للمتغيّرات المدروسة

تمّ تطبيق اختبارات جذر الوحدة Unit Root للتّأكد فيما إذا كانت متغيّرات الدّراسة مستقرة أم لا، إذ أنّ وجود جذر وحدة يعني أنّ المتغيّرات غير مستقرة، وأنّ نتائج الانحدار غير حقيقية ولا يمكن اعتمادها، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تمّ إجراء اختبارات (PP-ADF-LLC)، حيث أنّ (Levin Lin and Chu, LLC), Augmented Dickey (Fuller, ADF), (Phillip-Perron, PP) لاختبار استقراريّة المتغيّرات [1]. إذ تنص فرضيات جذر الوحدة على الآتي:

H_0: يوجد جذر وحدة أي أنّ المتغيّرات غير مستقرّة.

H_1: لا يوجد جذر وحدة أي أنّ المتغيّرات مستقرّة.

يبيّن الجدول رقم (3) نتائج اختبار جذر الوحدة، وذلك للتّأكد من ملاءمة البيانات لطريقة التقدير المراد تطبيقها.

الجدول رقم (3) استقراريّة المتغيّرات

Variable		Statistic	Prob	Stationary
FCF	LLC	-14.1834	0.0000	Level / Individual Intercept/
	ADF	151.803	0.0051	
	PP	169.027	0.0003	
DPR	LLC	-30.5409	0.0000	Level / Individual Intercept/
	ADF	124.475	0.0011	
	PP	142.951	0.0000	
FV	LLC	-9.84148	0.0000	Level / Individual Intercept/
	ADF	113.031	0.4023	
	PP	138.232	0.0355	

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يلاحظ من الجدول السّابق أنّ جميع المتغيّرات مستقرة عند المستوى مع ثابت وبدون اتجاه Level /Individual /Intercept، إذ أنّ القيمة الاحتماليّة للاختبارات بأكملها أقل من 5%، باستثناء اختبار ADF للمتغيّر FV، وهذا لا يؤثر على الاستقراريّة، إذ أنّ المتغيّر FV مستقر عند الاختبارين LLC وPP. وعليه يمكن رفض فرض العدم، أي أنّ المتغيّرات مستقرة، وبالتالي يمكن التقدير باستخدام نماذج Panel Data.

ثالثاً: التّحقّق من الفرضيّات الواجب توافرها في البيانات المدروسة:

1- التوزيع الطبيعي :

تمّ إجراء اختبار التوزيع الطبيعي بالنسبة لكل متغيّر من متغيّرات الدّراسة، ويظهر الجدول رقم (4) نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (4) التوزيع الطبيعي لمتغيّرات البحث

	Jarque-Bera	Probability
FCF	3052.237	0.000000
DPR	135.1013	0.000000
FV	74.40753	0.000000

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

تُظهر نتائج اختبار التوزيع الطبيعي أنّ المتغيّرات لا تتبع التوزيع الطبيعي[1] إذ أنّ P-Value > 0.05.

2- اختبارات البواقي

قبل اختبار الفرضيات النظريّة تمّ تقدير نماذج مبدئيّة من خلال الاختبارين Restricted-F وHausman لتحديد النموذج القياسي المناسب لتحليل البيانات. ولأغراض التحقق من صلاحية النموذج النهائي، ولتفادي أي مشاكل إحصائيّة قد تؤثر على دقته، تمّ إجراء مجموعة من اختبارات البواقي كاختبار Jarue-Bera للتوزيع الطبيعي، واختبار Durbin-Watsonللكشف عن الارتباط الذاتي، واختبار Breusch-Pagan LM للكشف عن تجانس التباين، بالإضافة إلى اختبار Pesaran scaled LM و Pesaran CD لاكتشاف الترابط بين المقاطع، كما هو موضح في الجدول التّالي:

الجدول رقم (5) اختبارات البواقي للنموذج المقدّر

Pesaran CD	Pesaran scaled LM	Breusch-Pagan LM	Durbin-Watson	Jarque-Bera	
0.0000	0.0000	0.0000	1.573076	0.0000	النموذج (1)
0.0000	0.0000	0.0000	1.224112	0.0000	النموذج (2)
0.0075	0.0000	0.0000	1.567035	0.0000	النموذج (3)

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يُلاحظ من الجدول رقم (5) وجود مشاكل إحصائيّة في نتائج اختبارات البواقي، تمثّلت في عدم التوزيع الطبيعي، وتباين غير متجانس، واحتمال وجود ارتباط ذاتي، بالإضافة إلى وجود ترابط بين المقاطع، وبناءً عليه، تمّ إعادة تقدير النماذج باستخدام أخطاء معياريّة قوية Cross Section SUR (PCSE)[2]، بناءً على المنهجية المستخدمة في دراسة [31]، والتّي أثبتت فعاليتها في معالجة مشاكل البواقي وعدم تجانس التباين والارتباط الذاتي في بيانات Panel Data، وهي ذات المشاكل التّي ظهرت في النموذج المقدّر في هذا البحث. أمّا مشكلة عدم التوزيع الطبيعي فلم يتم تصحيحها نظراً

[1] لم تُطبّق أي تحويلات رياضية على البيانات رغم عدم اتّباعها التوزيع الطبيعي، وذلك لتجنّب التلاعب بالقيم الأصلية، خصوصاً في ظل وجود عدد كبير من القيم الصفرية، مع الأخذ بالاعتبار أنّ عدد المشاهدات مرتفع حيث بلغ 275 مشاهدة، وهذا يُعزّز موثوقية النتائج دون الحاجة لتصحيحات إضافية.

[2] تُعدّ منهجيّة Cross Section SUR (PCSE) إحدى طرق التقدير المستخدمة في بيانات Panel Data وتعتمد على تصحيح الأخطاء المعياريّة عند وجود مشكلات في البواقي مثل عدم تجانس التباين أو الارتباط الذاتي أو الترابط بين المقاطع، وتُستخدم هذه المنهجيّة للحصول على تقديرات أكثر دقة وموثوقيّة عندما تُظهر اختبارات البواقي وجود هذه المشكلات.

لعدم تأثيرها المباشر على كفاءة التقدير خاصة في ظل حجم العينة الكبير، إذ تشير النظريّة الإحصائيّة إلى أنّ معاملات OLS تؤول إلى التوزيع الطبيعي مع زيادة حجم العينة، وبالتّالي فإنّ الاستدلال الإحصائي صالحاً حتّى في حال عدم تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي [6].

3- الارتباط الخطي المتعدد

تنشأ مشكلة الارتباط الخطي عندما تتعدّد العلاقات الخطيّة بين المتغيّرات من خلال ارتباط متغيّرين أو أكثر من المتغيّرات المستقلّة بعلاقة خطيّة، مما يؤدي إلى صعوبة تحديد الأثر الفردي لكل من المتغيّرات المستقلّة على المتغيّر التّابع، وللتحقّق من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي تمّ الاعتماد على مؤشر تضخّم التّباين (Variance Inflationary Factor) (VIF)، إذ أنّه وفقاً للقاعدة العامة لـ VIF يكون هناك تعدد خطي حسب هذا الاختبار عندما ترتفع قيمته عن 5 [4].

يظهر الجدول (6) نتائج اختبار معامل تضخّم التّباين بالإضافة إلى اختبار التّحمل (Tolerance)

الجدول رقم (6) معامل تضخّم التّباين واختبار التّحمل

	VIF	Tolerance
FCF	1.368037	0.730974
DPR	2.114468	0.472932

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يظهر الجدول (6) أنّ قيمة (VIF) لجميع المتغيّرات أقل من 5، وقيمة اختبار التّحمل أكبر من 0.10 للمتغيّرين، وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيّرات المستقلة، مما يعزز من موثوقية النموذج الإحصائي المستخدم. وللتأكد أيضاً من عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيّرات المستقلة، سيتم تطبيق مصفوفة الارتباط، أي حساب معاملات الارتباط بين المتغيّرات المستقلة، فإذا كان معامل الارتباط بين متغيّرين مستقلين أقل من 0.80 فهذا مؤشر على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطّي المتعدد [4].

الجدول رقم (7) مصفوفة الارتباط بين المتغيّرات المستقلّة المدروسة

Covariance Correlation	FCF	DPR
FCF	0.011341	
	1.000000	
DPR	0.000304	0.433673
	0.004339	1.000000

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يظهر الجدول رقم (7) مصفوفة ارتباط للمتغيّرات المستقلة، إذ يُلاحظ عدم وجود ارتباط خطي قوي بين المتغيّرات.

رابعاً: اختبار الفرضيّات

لبيانات السلاسل الزمنيّة ثلاثة نماذج رئيسية هي: نموذج الانحدار التّجميعي (المشترك)، نموذج الآثار الثّابتة ونموذج الآثار العشوائيّة. لاختيار النّموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدّراسة يتم استخدام أسلوبين: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التّجميعي (المشترك)، ونموذج الآثار الثّابتة وذلك من خلال اختبار Restricted F-Test وفي حال قبول الآثار الثّابتة ننتقل إلى الأسلوب الثّاني للاختيار بين نموذج الآثار الثّابتة ونموذج الآثار العشوائيّة وذلك بتطبيق اختبار Hausman-Test.

فرضيات البحث:

1. اختبار الفرضية الأولى H_1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة للتّدفق النّقديّ الحرّ (FCF) في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة (FV).

يظهر الجدول رقم (8) نتائج تقدير نماذج الانحدار الثّلاثة، واختبار Restricted F-Test واختبار Hausman-Test للفرضيّة H_1.

الجدول رقم (8) مقارنة نتائج نماذج الاختبار التجميعي والثّابت والعشوائي

Test Summary			PRM	FEM	REM
FV = C + FCF	C	Coefficient	1.285745	1.357253	1.350031
		Std.Error	0.062350	0.034190	0.108911
		t-Statistic	20.62155	39.69790	12.39576
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000
	FCF	Coefficient	2.529162	0.831378	1.002841
		Std.Error	0.544449	0.381791	0.322473
		t-Statistic	4.645361	2.177573	3.109847
		Prob	0.0000	0.0305**	0.0021
R^2			0.073255	0.798675	0.033040
Adjusted R^2			0.069860	0.748114	0.029498
F-Statistic			21.57938	15.79622	9.328248
Prob F-Statistic			0.000000	0.000000*	0.002479
D-W			0.449152	1.573076	1.233009
Restricted-F	Statistic			14.613074	
	d.f			(54.219)	
	P-Value			0.0000**	
Hausman test	Chi-sq. Statistic				11.035350
	Chi-sq.d.f.				1
	P-Value				0.0009**
P*<0.01, P**<0.05					

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يبيّن الجدول (8) نتائج تأثير التّدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركة، ويمكن ملاحظة ما يلي:

_ إنّ القيمة الاحتماليّة P-Value في اختبار Restricted-F أصغر من 5%، وهذا يعني أنّ نموذج الآثار الثّابتة أكثر ملاءمة من نموذج الانحدار التجميعي. والقيمة الاحتماليّة P-Value في اختبار Hausman test أصغر من 5%، وهذا يدّل على أنّ نموذج الآثار الثّابتة أكثر ملاءمة لتحليل البيانات من نموذج الآثار العشوائيّة، وبالتّالي تمّ اعتماد تحليل البيانات للفرضيّة الأولى وفق نموذج الآثار الثّابتة.

_ إنّ القيمة التفسيرية R^2 تبلغ 0.798675، أي أنّ 79% من التغيّر الحاصل في قيمة الشركة يفسّره التغيّر الحاصل في التّدفق النّقديّ الحرّ، وهذا التغيّر دال إحصائيّاً، إذ أنّ القيمة الاحتماليّة P-Value لإحصائية F-Statistic تبلغ 0.000000 وهي أصغر من 0.01، هذا يدّل على أنّ النموذج معنوي إحصائيّاً.

_ إنّ القيمة الاحتماليّة P-Value لمتغّير (FCF) تبلغ 0.0305 وهي أصغر من 0.05، هذا يدّل على معنوية المتغيّر، أي أنّ التّدفق النّقديّ الحرّ يؤثر طرداً في قيمة الشركة، وبالتّالي، ترفض فرضيّة العدم التّي تنص على عدم وجود أثر للتّدفق النّقدي الحرّ في قيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وعليه، فإنّ الفرضية H_1 مقبولة، مما يدّل على أنّ المستثمرين في أسواق الخليج يهتمون بالتّدفق النّقديّ الحرّ كمؤشر مؤثر في قيمة الشركة، وتفسّر هذه النتيجة في ضوء نظرية الوكالة، إذ يعدّ التّدفق النّقديّ الحرّ أداة قد تّستخدم بكفاءة من قبل الإدارة لتعزيز قيمة الشركة.

2. اختبار الفرضية الثانية H_2 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة لسياسة توزيع الأرباح (DPR) في قيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة (FV).

يظهر الجدول رقم (9) نتائج تقدير نماذج الانحدار الثّلاثة، واختبار Restricted F-Test واختبار Hausman-Test للفرضيّة H_2.

الجدول رقم (9) مقارنة نتائج نماذج الاختبار التجميعي والثّابت والعشوائي

Test Summary			PRM	FEM	REM
FV = C + DPR	C	Coefficient	1.349148	1.420697	1.411921
		Std.Error	0.081993	0.050812	0.128673
		t-Statistic	16.45448	27.95992	10.97293
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000
	DPR	Coefficient	0.070716	-0.046618	-0.03227
		Std.Error	0.091356	0.066546	0.047485
		t-Statistic	0.774065	-0.700544	-0.678671
		Prob	0.4396	0.4843	0.4979
R^2			0.002190	0.793181	0.000917
Adjusted R			-0.001465	0.741240	-0.002743
F-Statistic			0.599177	15.27081	0.250511
Prob F-Statistic			0.439562	0.000000	0.617119*
D-W			0.320322	1.525261	1.224112
Restricted-F	Statistic			15.510656	
	d.f			(54.219)	
	P-Value			0.0000**	
Hausman test	Chi-sq. Statistic				0.743259
	Chi-sq.d.f.				1
	P-Value				0.3886**

P*<0.01, P**<0.05

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يبيّن الجدول (9) نتائج تأثير سياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركة، ويمكن ملاحظة ما يلي:

_ إنّ القيمة الاحتماليّة P-Value في اختبار Restricted-F أصغر من 5%، وهذا يعني أنّ نموذج الآثار الثّابتة أكثر ملاءمة من نموذج الانحدار التجميعي. والقيمة الاحتماليّة P-Value في اختبار Hausman test أكبر من 5%، وهذا يدّل على أنّ نموذج الآثار العشوائيّة أكثر ملاءمة لتحليل البيانات من نموذج الآثار الثّابتة، وبالتّالي تمّ اعتماد تحليل البيانات للفرضيّة الثانية وفق نموذج الآثار العشوائيّة.

_ إنّ القيمة التفسيرية R^2 تبلغ 0.000917، أي أنّ 0.091% من التغيّر الحاصل في قيمة الشركة يفسّره التغيّر الحاصل في سياسة توزيع الأرباح، وهذا التغيّر غير دال إحصائيّاً، إذ أنّ القيمة الاحتماليّة P-Value لإحصائية F-Statistic تبلغ 0.617119 وهي أكبر من 0.01، وهذا يدّل على أنّ النموذج غير معنوي إحصائيّاً، وبالتّالي، تقبل فرضيّة العدم التّي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وعليه، فإنّ الفرضية H_2 غير مقبولة، مما يدّل على أنّ المستثمرين في أسواق الخليج لا يهتمون بالتوزيعات، بل يركّزون على وجود التّدفق النّقديّ الحرّ كمؤشر أكثر أهمية، وتتفق هذه النتيجة مع نظرية عدم ملاءمة توزيع الأرباح.

3. اختبار الفرضية الثالثّة H_3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة لسياسة توزيع الأرباح (DPR) في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ (FCF) وقيمة الشركات الصّناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة (FV).

يظهر الجدول رقم (10) نتائج تقدير نماذج الانحدار الثّلاثة، واختبار Restricted F-Test واختبار Hausman-Test للفرضيّة H_3.

الجدول رقم (10) مقارنة نتائج نماذج الاختبار التجميعي والثّابت والعشوائي

Test Summary			PRM	FEM	REM
FV = C+FCF+DPR+ FCF*DPR	C	Coefficient	1.249381	1.369222	1.350922
		Std.Error	0.082908	0.054048	0.117913
		t-Statistic	15.06955	25.33342	11.45693
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000
	FCF	Coefficient	2.261210	0.699602	0.851182
		Std.Error	0.705683	0.357269	0.404850
		t-Statistic	3.204287	1.958196	2.102462
		Prob	0.0015	0.0515	0.0364
	DPR	Coefficient	0.055748	-0.021919	-0.005207
		Std.Error	0.090961	0.065550	0.064557
		t-Statistic	0.612875	-0.334391	-0.080652
		Prob	0.5405	0.7384	0.9358
	FCF*DPR	Coefficient	0.525465	0.267326	0.333698
		Std.Error	0.884045	0.521736	0.538060
		t-Statistic	0.594387	0.512377	0.620187
		Prob	0.5527	0.6089	0.5357

R^2			0.076540	0.798969	0.034281
Adjusted R^2			0.066317	0.746164	0.023590
F-Statistic			7.487210	15.13045	3.206615
Prob F-Statistic			0.000078	0.000000*	0.023648
D-W			0.441101	1.567035	1.233119
Restricted-F	Statistic			14441022	
	d.f			(54.217)	
	P-Value			0.0000**	
Hausman test	Chi-sq. Statistic				11.126632
	Chi-sq.d.f.				3
	P-Value				0.0111**
P*<0.01, P**<0.05					

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 13

يبيّن الجدول 10) نتائج تأثير سياسة توزيع الأرباح في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركة، ويمكن ملاحظة ما يلي:

_ إنّ القيمة الاحتماليّة P-Value في اختبار Restricted-F أصغر من 5%، وهذا يعني أنّ نموذج الآثار الثّابتة أكثر ملاءمة من نموذج الانحدار التجميعي. والقيمة الاحتماليّة P-Value في اختبار Hausman test أصغر من 5%، وهذا يدّل على أنّ نموذج الآثار الثّابتة أكثر ملاءمة لتحليل البيانات من نموذج الآثار العشوائيّة، وبالتّالي تمّ اعتماد تحليل البيانات للفرضيّة الثالثة وفق نموذج الآثار الثّابتة..

_ إنّ القيمة التفسيرية R^2 تبلغ 0.798669، أي أنّ 79% من التغيّر الحاصل في قيمة الشركة يفسّره التغيّر الحاصل في التّدفق النّقديّ الحرّ وسياسة توزيع الأرباح بشكل منفصل أو من خلال تفاعلهما، وهذا التغيّر دال إحصائيّاً، إذ أنّ القيمة الاحتماليّة P-Value لإحصائية F-Statistic تبلغ 0.000000 وهي أصغر من 0.01، هذا يدّل على أنّ النموذج معنوي إحصائيّاً.

_ إنّ القيمة الاحتماليّة P-Value لجميع المتغيّرات غير معنوية، إذ تجاوزت القيمة الاحتماليّة لكل منها مستوى الدلالة 0.05، فيُلاحظ أنّ معامل التفاعل (FCF*DPR) غير معنوي، مما يعني إنّ إدخال سياسة التوزيع لم يُغيّر من طبيعة العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركة، كما إنّ القيمة التفسيرية R^2 بقيت عند نفس النسبة 79% التّي ظهرت في الفرضية الأولى، مما يؤكّد أنّ التّدفق النّقديّ الحرّ يفسّر قيمة الشركة بنفس القوة سواء تمّ إدخال التوزيعات أم لا، وبالتّالي، تقبل فرضيّة العدم التّي تنص على عدم وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وعليه فإنّ الفرضية H_3 غير مقبولة، وهذا يشير إلى أنّ المستثمرين يهتمون بوجود التّدفق النّقدي الحرّ بغض النظر عن توزيعه، وهو ما يتفق مع نظرية عدم ملاءمة توزيع الأرباح.

الاستنتاجات والتوصيات:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة للتدفق النّقديّ الحرّ في قيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وهو ما يتفق مع نتيجة دراسة [10] ودراسة [11] ودراسة [24]، ويتعارض مع دراسة [3] ودراسة [22]. وتستنتج الباحثة بأنّ المستثمرين في أسواق الخليج يولون أهميّة كبيرة لقدرة الشركات على توليد التّدفقات النّقديّة الحرّة، باعتبارها

مؤشراً على قوة الأداء التّشغيلي واستدامة قدرة الشركة على خلق قيمة، وهو ما ينسجم مع نظريّتي الوكالة والتّدفق النّقديّ الحرّ.

2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة لسياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وهو ما يتفق مع نتيجة دراسة [22]، ويتعارض مع دراسة [11] ودراسة [9]. وتستنتج الباحثة بأنّ المستثمرين في أسواق الخليج لا يعتمدون على توزيعات الأرباح كمؤشر رئيسي للتقييم، بل ربّما يركّزون على الأداء التّشغيلي، مما يحدّ من تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، وهو ما ينسجم مع نظريّة عدم ملاءمة توزيع الأرباح.

3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائيّة لسياسة توزيع الأرباح في العلاقة بين التّدفق النّقديّ الحرّ وقيمة الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، وهو ما يتفق مع دراسة [22]، ويتعارض مع دراسة [24]. وتستنتج الباحثة بأنّ المستثمرين في أسواق الخليج لا يعتبرون توزيعات الأرباح عاملاً مؤثراً في قيمة الشركة، مما يجعلها غير قادرة على التفاعل مع التّدفق النّقديّ الحرّ أو تعديل أثره على قيمة الشركة، ويُعزّز ذلك ثبات القوة التفسيريّة للنموذج عند المستوى ذاته الذّي ظهر في الفرضيّة الأولى 79%.

التوصيات:

توصي الدّراسة بما يلي:

1. تعزيز الاعتماد على التّدفق النّقديّ الحرّ كأحد المؤشرات المهمة في تقييم الشركات الصناعيّة المدرجة في أسواق الخليج العربيّة، نظراً لثبوت علاقته بقيمة الشركة، ومع ذلك، يُفضّل عدم الاعتماد عليه بشكل منفرد، بل دمجه مع مؤشرات ماليّة أخرى؛ خاصةً أنّ النموذج الحالي يفسّر فقط نحو 79% من التغيّر في القيمة، مما يشير إلى احتمال وجود عوامل إضافية قد تسهم في تفسير الجزء المتبقيّ.

2. إجراء المزيد من الأبحاث حول دور سياسة توزيع الأرباح في تقييم الشركات الصّناعيّة، خاصةً أنّ عدم ظهور أثر معنوي في هذه الدّراسة قد يرتبط بطريقة إدراج المتغيّر في التحليل، أو بخصوصيّة العيّنة والسوق.

3. إجراء دراسات مستقبليّة موسّعة لتشمل قطاعات غير صناعيّة، وفترات زمنيّة أطول، وإدخال متغيّرات ضابطة مثل حجم الشركة، الرافعة الماليّة، وفرص الاستثمار، وذلك لتوسيع نطاق الفهم وتحسين دقة النماذج التفسيرية في بيئة الأعمال الخليجيّة.

4.

References:

Arabic References:

[1] R. Abdel Moneim, "The impact of investment opportunities on the relationship between free cash flow and corporate profitability: An empirical study on Egyptian joint-stock companies," ***Scientific Journal of Commercial Research***, (in Arabic) no. 1, pp. 122_184, 2022.

[2] A. Faiza, "Dividend Policy and its impact on the market value of shares of listed economic institutions: An econometric study of bank shares listed on the Amman Stock Exchange during the period 2005-2013 using panel data models," (in Arabic) Master's thesis, Department of Management Sciences, Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences, University of Algeria: Algeria, 2017.

[3] H. Jawad, A. Qarousa, and L. AL Attar, "An applied study to compare some estimators for panel data models under the problems of heteroscedasticity and autocorrelation," ***Alexandria University Journal of Administrative Sciences***, (in Arabic) vol. 60, no. 4, pp. 329_345, 2023.

[4] B. Saeed, and S. Mazloum, "Free cash flow and its impact on the market value of business enterprises: An applied study on a sample of industrial companies," ***Al-Riyada Journal for Finance and Business***, (in Arabic) vol. 3, no. 1, pp. 233_245, 2020.

[5] A. Sadiki, "The impact of dividend distributions on the value of joint-stock companies listed on Paris Stock Exchange," (in Arabic) Doctoral dissertation, Ahmed Draia University: Algeria, 2020.

[6] B. Safaa, and F. Safaa, "The impact of dividend distributions on the value of companies listed in the sustainability index: An applied study on a sample of companies listed in the Egyptian Stock Exchange ESG EGX index during the period 2013–2019," (in Arabic) Master's thesis, Department of Financial and Accounting Sciences, Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences, Kasdi Merbah University – Ouargla: Algeria, 2022.

[7] N. Zalloum, I. Al Shaar, and SH. khatab, "The role of Firm profitability and indebtedness in determining the impact of non-financial disclosure level on market value," ***Jordanian Journal of Business Administration***, (in Arabic) vol. 11, no. 3, pp. 685_703, 2015.

Foreign References:

[8] Andreas, Christin, S, Wijaya, and J, Sembiring, "Effect of Liquidity, Asset Management, Leverage and Dividend Policy on Firm Value at Food and Beverages Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange," ***Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)***, vol. 4, no. 2, pp. 2695_2701, 2021.

[9] H. Dang, V. Vu, X. Ngo, and H. Hoang, "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam," ***Journal Wiley***, pp. 1_11, 2020.

[10] S. Demirci, "The Effect of Free cash Flows on Company Value: Dynamic panel Data Analysis on BIST 100 Index in the Context of Free cash Flow Theory," ***Journal of Business Research Turk***, vol. 9, no. 2, pp. 283_299, 2017.

[11] I. Dewi, M. Sari, I. Budiasih, and H. Suprasto, "Free Cash Flow Effect Towards Firm Value," ***International Research Journal of Management, IT and Social Sciences***, vol. 6, no.3, pp. 108_116, 2019.

[12] D. Hapsoro, and Z. Falih, "The Effect of Firm Size, Profitability, and Liquidity on the Firm Value Moderated by Carbon Emission Disclosure," ***Journal of Accounting and Investment***, vol. 21, no. 2, pp. 240_257, 2020.

[13] A. Husna, and I. Satria, "Effect of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value," ***International Journal of Economics and Financial Issue***, vol. 9, no. 5, pp. 50_54, 2019.
[14] M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," ***The American Economic Review***, vol. 76, no. 2, pp. 323–329, 1986.
[15] M. Kamran, Z. Zhao, and S. Ambreen, "Free Cash Flow Impact on Firm's Profitability: An Empirical Indication of Firms listed in KSE, Pakistan," ***European Online Journal of Natural and Social Sciences***, vol. 6, no. 1, pp. 146_157, 2017.
[16] R. Kanakriyah, "Dividend Policy and Companies' Financial, Performance," ***Journal of Asian Finance, Economics and Business,*** vol. 7, no. 10, pp. 531–541, 2020.
[17] F. Margono, and R. Gantino, "The Influence of Firm Size, Leverage, Profitability, and Dividend Policy on Firm Value of Companies in Indonesia Stock Exchange," ***Copernican Journal of Finance and Accounting***, vol. 10, no. 2, pp. 45_61, 2021.
[18] M. Markonah, A. Salim, and J. Franciska, "Effect of Profitability, Leverage, and Liquidity to the Firm Value," ***Dinasti International Journal of Economics, Finance and Accounting***, vol. 1, no. 1, pp. 83_94, 2020.
[19] M. Miller, and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," ***The Journal of Business,*** vol. 34, no. 4, pp. 411_433, 1961.
[20] I. Permata, B. Purwoko, T. Widyastuti, and A. Daito, "Determination of Company's Value: A Study with Investment Opportunity as a Moderator Variable," ***Journal of Economics, Finance and Management Studies***, vol. 5, no. 1, pp. 51_57, 2022.
[21] R. Reschiwati, A. Syahdina, and S. Handayani, "Effect of Liquidity, Profitability, and Size of Companies on Firm Value," ***Utopía y Praxis Latinoamericana***, vol. 25, no. 6, pp. 325_331, 2020.
[22] V. Rismanty, "Pengaruh Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Sub Sektor Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2020)," ***Jurnal Sekuritas (Saham, Ekonomi, Keuangan dan Investasi)***, vol. 5, no. 3, pp. 262 – 275, 2022.
[23] J. Safitri, M. Fuady, S. Wahyudi, W. Mawardi, and M. Utomo, "The Influence of Dividend Policy, Investment Opportunity and Capital Adequacy to Firm Value: Evidence in Indonesia Banking Companies," ***International Journal of Scientific and Technology Research***, vol. 9, no. 2, pp. 764_767, 2020.
[24] A. Setyorini, and Triyono, "The Effect of Asset Management, Leverage and Free Cash Flow on Firm Value with Dividend Policy As Moderating Variable (Study on Consumer Goods Industry Sector Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange (IDX) 2020_ 2018)," **Marketing International Seminars and The International Conference on Business and Banking Innovations**, vol. 6, pp.76_84, 2022.
[25] P. Tanjung, "The Effect of Return on Assets, Free Cash Flow, and Debt to Equity Ratio on Company Value," ***EPRA International Journal of Multidisciplinary Research (IJMR) - Peer Reviewed Journal***, vol. 6, no. 10, pp. 76_84, 2020.
[26] N. Triani, and D. Tarmidi, "Firm Value: Impact of Investment Decisions, Funding Decisions and Dividend Policies**,"** ***International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences***, vol. 9, no.2, pp. 158_163, 2019.
[27] G. Widyasti, and A. Putri, "The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage, Free Cash Flow, and Good Corporate Governance on Dividend Policies (Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2017-2019)," ***American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR),*** vol. 5, no. 1, pp. 269_278, 2021.

[28] H. Yeo, "Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry," ***The Asian Journal of Shipping and Logistics***, vol. 34, no. 2, pp. 113–118, 2018.

[29] H. Yousef, and H. Ojah, "The Impact of Free Cash Flow on The Efficiency of Investment Decisions and Their Reflection on The Firm Value: An Applied Study in A Sample of Iraqi Companies Listed in The Iraq Stock Exchange," ***World Economics and Finance Bulletin***, vol.1, no. 16, pp. 11_20, 2022.

[30] H. Yousef, "The Effect of Free cash Flows on the Firm Value in a Sample of Iraqi Commercial Companies Listed in the Iraqi Stock Exchange," ***American Journal of Business Management, Economics and Banking***, vol. 6, pp. 20_33, 2022.

[31] M. Zidi, and H. Hamdi, "A Panel-corrected Standard Error (PCSE) Framework to Estimate Capital Structure and Banking Performance within the Tunisian," ***International Journal of Economics and Financial Issues***, vol. 14, no. 2, pp. 196_202, 2024.